

0-792895

На правах рукописи

КАРАМЫШЕВА АЛЬФИЯ РАВИЛОВНА

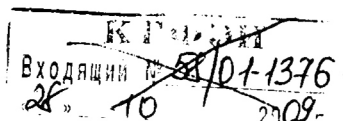
А. Кар

**УПРАВЛЕНИЕ
ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ
ПРЕДПРИЯТИЯ С ПОЗИЦИЙ
СТОИМОСТНОГО ПОДХОДА**

**Специальность 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством
(управление инновациями и инвестиционной деятельностью)**

А В Т О Р Е Ф Е Р А Т
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Уфа – 2009



Диссертация выполнена на кафедре управления инновациями и инвестиционной деятельностью в Башкирской академии государственной службы и управления при Президенте Республики Башкортостан (БАГСУ)

Научный руководитель: кандидат экономических наук, доцент
Казакова Оксана Борисовна

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Скопина Ирина Васильевна

кандидат экономических наук
Муниров Ильяс Яхиевич

Ведущая организация: ГОУ ВПО «Нижегородский государственный
архитектурно-строительный университет»

Защита диссертации состоится 24 ноября 2009 г. в 14⁰⁰ часов на заседании Диссертационного совета Д 800.021.01 по присуждению ученой степени доктора и кандидата экономических наук в ГОУ ВПО «Башкирская академия государственной службы и управления при Президенте Республики Башкортостан» (ГОУ ВПО БАГСУ) по адресу: 450077, г. Уфа, ул. Заки Валиди, д. 40, ауд. 315.

С диссертацией и авторефератом можно ознакомиться в библиотеке ГОУ ВПО БАГСУ и на сайте академии (www.bagsu.webservis.ru)

Автореферат разослан 24 октября 2009 г.



Ученый секретарь
Диссертационного совета,
канд. экон. наук, доцент



Казакова О.Б.

Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Предприятие без ясной стратегии - это просто набор активов, обремененных обязательствами, поскольку внешняя среда меняется настолько быстро, что одних только оперативных мер высшего руководства по адаптации к новым условиям уже недостаточно. Как показывают исследования, главной целью функционирования компании, которая позволяет примирить и согласовать все остальные частные цели, критерием эффективности ее деятельности является максимизация стоимости собственного капитала, то есть стоимости компании.

Управление инвестиционной деятельностью неразрывно связано с максимизацией стоимости предприятия, поскольку процесс принятия управленческих решений инвестиционного характера направлен на увеличение ключевых факторов стоимости, в том числе прибыли в составе собственного капитала предприятия.

Такое управление, по сути, представляет собой непрерывное осуществление оценки эффективности инвестиционной деятельности предприятия, направленное на достижение его максимальной стоимости и повышение доли рынка. Все вышеприведенное определило актуальность и цель диссертационной работы.

Исследование проблем управления инвестициями нашло свое отражение в работах зарубежных авторов: Ансоффа И., Брайта Дж., Гросси Г., Кингстона В., Мончева Н., Мэнсфилда Э., Перлаки И., Роджерса Э., Твисса Б., Санто Б., Фостера Р., Хартмана В. и др. Среди российских исследователей проблемам управления инвестициями посвящены труды таких авторов как Аньшина В.М., Бланка И.А., Валинуровой Л.С., Волкова О.И., Глушковой Т.Г., Гмошинского И.А., Григорьева В.В., Грязновой А.Г., Егорова А.Ю., Игоршина Н.В., Идрисова А.Б., Климовой Н.И., Колесника А.П., Конторович С.М., Косова В.В., Леонтьева В., Лившица В.Н., Липица И.В., Попова И.И., Серова В.М., Федотовой М.А. и других.

Вместе с тем разработка проблем моделирования стоимости предприятия в управлении инвестиционной деятельностью представляет собой практически новое научное направление. В современной экономической науке и практике хозяйствования отсутствуют общепризнанные теоретические положения об управлении инвестиционной деятельностью предприятия и его влиянии на максимизацию стоимости предприятия. Методы оценки стоимости предприятия разработаны в основном для узких, специфических сфер предпринимательской деятельности таких как оценка недвижимости, страхование, аудит, инвестиции в ценные бумаги и т.п. Имеющиеся методы оценки не учитывают реального влияния инвестиционной деятельности на максимизацию стоимости предприятия, а денежные потоки предприятия оцениваются без привязки к капитальным вложениям.

Недостаточная степень изученности проблем управления инвестиционной деятельностью с позиций стоимостного подхода, с одной стороны, и их научно-практическая значимость, с другой, обусловили выбор темы настоящего диссертационного исследования, его цель, задачи и круг рассматриваемых вопросов.

Целью диссертационной работы является комплексное исследование инвестиционной деятельности предприятий и разработка рекомендаций по формированию и реализации управленческих решений, основанных на оценке влияния инвестиционной деятельности на стоимость предприятия в целом.

Достижение поставленной цели исследования было обеспечено посредством решения следующих задач:

- исследовать сущность инвестиций и их роль в развитии предприятия;
- изучить механизм управления инвестициями и провести анализ их влияния на стоимость предприятия;
- проанализировать методологию и методы оценки экономической эффективности инвестиций и обосновать целесообразность совмещения их с принципами оценки стоимости предприятия;
- провести анализ инвестиционной деятельности предприятий и определить факторы и условия ее активизации;
- оценить эффективность системы управления инвестиционной деятельностью на предприятии и выявить возможности ее совершенствования;
- предложить механизм управления инвестициями в условиях максимизации стоимости предприятия;
- разработать и апробировать методику управления инвестиционной деятельностью предприятия на основе стоимостного подхода;
- определить приоритетные направления развития инвестиционной деятельности предприятия.

Объектом диссертационного исследования является инвестиционная деятельность предприятий.

Предметом исследования являются организационно-управленческие отношения, связанные с осуществлением инвестиционной деятельности и направленные на максимизацию стоимости предприятия.

Теоретической и методологической основой исследования послужили труды зарубежных и отечественных ученых в области экономической теории и практики управления инвестиционными процессами, основные положения инвестиционного менеджмента, теории экономического анализа и методологии оценки стоимости предприятия и др. Моделирование стоимости предприятия осуществлено в соответствии с принципом системного подхода, предопределяющего рассмотрение инвестиционной деятельности предприятия как сложной системы денежных потоков, способных в значительной степени влиять на его стоимость.

В качестве **информационной базы исследования** использовались официальные документы нормативно-правового характера, регулирующие инвестиционную деятельность в Российской Федерации и Республике Башкортостан, материалы органов государственной статистики, аналитические материалы научных журналов.

Методическая база исследования включает в себя методы теории систем, теории вероятности, понятия и принципы инвестиционного менеджмента и макроэкономики, методы сравнительного технико-экономического анализа, методы экспертных оценок, методы стоимостного анализа и др.

Научная новизна исследования заключается в разработке методических и практических рекомендаций по управлению инвестиционной деятельностью на основе стоимостного подхода, отличающихся использованием коэффициента эластичности в качестве критерия эффективности инвестиций в реальном секторе экономики.

В числе конкретных результатов, характеризующих научную новизну, можно выделить следующие.

1. Уточнен профиль инвестиционного проекта предприятий, представляющий собой совокупность основных характеристик проекта, обеспечивающих комплексное представление о его ценности и раскрывающих характер влияния инвестиционного решения на изменение стоимости предприятия.

2. Систематизированы факторы и условия эффективности инвестиционной деятельности предприятий, раскрывающие возможности мобилизации дополнительных инвестиционных ресурсов, повышения эффективности управления инвестиционными потоками и качества стратегических и оперативных решений на всех уровнях управления.

3. Предложена модель повышения эффективности инвестиционной деятельности предприятия на основе максимизации его стоимости, отражающая влияние результатов инвестиций на изменение стоимости предприятия и позволяющая, во-первых, оценить эффективность инвестиционных решений, во-вторых, определить влияние инвестиционных потоков на финансовое состояние предприятия, и, в-третьих, отразить изменение конкурентных преимуществ и рыночных позиций предприятия.

4. Разработана методика оценки влияния инвестиционных решений на стоимость предприятия, отличающаяся использованием теории эластичности и позволяющая выявить наиболее действенные инструменты повышения эффективности инвестиционной деятельности на конкретном предприятии.

5. Предложены критерии определения приоритетных направлений инвестиционной деятельности предприятия, основанные на эластичности стоимости предприятия от ключевых параметров инвестиционной деятельности и позволяющие определить перспективы реализации инвестици-

онных решений и скорректировать целевые ориентиры развития предприятия.

Практическая значимость результатов исследования определяются возможностью их использования в процессе принятия инвестиционных решений, при определении приоритетных направлений инвестиционной деятельности и мониторинге инвестиционных проектов, а также в учебных дисциплинах вузов «Инвестиционный менеджмент», «Организация и финансирование инвестиций», «Стратегия инвестиционной политики».

Предложенные в работе методические рекомендации по управлению инвестиционными проектами на основе стоимостного подхода позволят разработать мероприятия по оценке, реализации и мониторингу инвестиционных решений, контролировать и регулировать изменение стоимости компании, организовать эффективное управление инвестиционной деятельностью, укрепить финансовое положение и повысить инвестиционную привлекательность предприятия.

Апробация и внедрение результатов исследования. Предложенный механизм управления инвестиционными проектами на основе стоимостного подхода внедрен в практику управления инвестиционной деятельностью ряда предприятий Республики Башкортостан.

Основные положения работы докладывались и обсуждались на научно-практических конференциях: Российской научно-практической конференции «Проблемы инновационно-инвестиционной деятельности в России» (Уфа, 2007), V всероссийской научно-практической конференции «Конкурентоспособность предприятий и организаций» (Пенза, 2007). Отдельные результаты диссертационного исследования используются в учебном процессе Башкирского государственного университета. По теме диссертации опубликовано 6 работ, общим объемом 2,38 п.л.

Структура и объем работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы. Работа изложена на 149 страницах, содержит 15 таблиц, 13 рисунков. Список использованной литературы содержит 162 источника.

Структура работы выглядит следующим образом:

Введение

1. Теоретико-методологические основы управления инвестиционной деятельностью предприятия

1.1. Сущность инвестиций и их роль в развитии предприятия

1.2. Механизм управления инвестициями и анализ их влияния на стоимость предприятия

1.3. Методы и способы оценки эффективности инвестиций в целях увеличения стоимости предприятия

2. Особенности принятия инвестиционных решений на предприятии

2.1. Анализ инвестиционной деятельности предприятий Российской Федерации

- 2.2. Факторы и условия повышения эффективности инвестиционной деятельностью на предприятии
 - 2.3. Изменение стоимости как результат инвестиционной деятельности предприятия
 - 3. Формирование механизма управления инвестиционной деятельностью предприятия
 - 3.1. Механизм управления инвестициями в условиях максимизации стоимости предприятия
 - 3.2. Моделирование инвестиционных потоков предприятия и оценка эффективности инвестиционной деятельности
 - 3.3. Определение приоритетных направлений развития инвестиционной деятельности предприятия
- Заключение
- Список литературы

Основное содержание работы

Динамичное и эффективное развитие инвестиционной деятельности является необходимым условием стабильного функционирования и развития экономики. Масштабы, структура и эффективность использования инвестиций во многом определяют результаты хозяйствования на различных уровнях экономической системы и, безусловно, активизируют предприятия на поиск источников их финансирования.

В результате детального анализа подходов к раскрытию экономической сущности и внутреннего содержания инвестиционной деятельности предприятия определены функции инвестиций на макро и микроуровне. На макроуровне инвестиции необходимы для стабилизации и роста экономики России. На микроуровне инвестиции служат целям расширения и развития производства, недопущения чрезмерного морального и физического износа основных фондов, повышения технического уровня производства, повышения качества и обеспечения конкурентоспособности продукции конкретного предприятия, осуществления природоохранных мероприятий, приобретения ценных бумаг и вложения средств в активы других предприятий. В конечном итоге инвестиции необходимы для обеспечения нормального функционирования предприятия в будущем, стабильного финансового состояния и максимизации прибыли.

На наш взгляд, данные цели актуальны и для управления инвестиционной деятельностью предприятия на основе стоимостного подхода, однако, в связи со сравнительно недавним появлением термина «управление стоимостью предприятия» в литературе отсутствуют методические рекомендации по обоснованию и принятию инвестиционных решений. Зарубежные методы требуют корректировки и дополнения для их полноценно-

го использования на отечественных предприятиях.

В этой связи в диссертационной работе сформулированы принципы классификации инвестиций, необходимые для адаптации зарубежного опыта на российских предприятиях.

1. Классификация инвестиций должна соответствовать конкретным целям. Признаки, по которым выделяются группы, должны удовлетворять критериям, связанным с целями классификации. Такими целями являются:
 - оценка риска инвестиционных вложений;
 - нахождение факторов, являющихся результатом осуществления/неосуществления инвестиционной деятельности и способных повлиять на стоимость предприятия;
 - анализ инвестиционных возможностей роста стоимости предприятия.
2. Классификация должна проводиться с позиций системного подхода. Иерархически структура классифицируемых инвестиций должна отражать системные взаимосвязи наблюдаемых явлений, в частности, в одну группу не должны непосредственно объединяться инвестиции разных уровней рассмотрения (инвестиции кредитного учреждения и инвестиции промышленного предприятия).
3. Инвестиции, объединенные в группу по одному классификационному признаку, должны иметь детализацию одного порядка и отвечать целям классификации.

Исходя из выделенных принципов, обобщая отечественный и зарубежный опыт управления инвестиционной деятельностью, предлагается следующая классификация инвестиций (рис. 1).

Целью составления авторской классификации инвестиций является детальное рассмотрение различных инвестиционных решений, проектов и программ с позиций максимизации стоимости предприятия. При этом, чем выше степень влияния инвестиционного проекта на стоимость компании, тем более тщательному анализу должны подвергаться необходимые для его реализации управленческие решения.

Учитывая особенности инвестиционной деятельности на уровне предприятий, управление инвестиционной деятельностью должно базироваться на следующих принципах.

1. Соответствие инвестиционной стратегии долгосрочным и текущим целям функционирования предприятия, обеспечивая преемственность долгосрочного и среднесрочного планирования инвестиционной деятельности. Реализация этого принципа определяет согласованность различных направлений развития предприятия, устраняет противоречивость целей и способствует росту эффективности функционирования предприятия в целом.



Рис. 1. Предлагаемая классификация инвестиций

2. Соответствие инвестиционной деятельности предприятия его финансовым и инвестиционным ресурсам для обеспечения финансовой устойчивости предприятия, ликвидности его баланса. Этот принцип означает ограничение выбираемых объектов инвестиций возможностями их обеспечения ресурсами.

3. Оптимизация соотношения доходности и риска инвестиций с целью недопущения существенных финансовых потерь и ущерба. Этот принцип означает соблюдение определенных инвестиционной стратегией предприятия пропорций между доходностью и риском. Для его выполнения производится оптимизация реализуемого инвестиционного портфеля путем диверсификации объектов инвестирования.

4. Оптимизация доходности и ликвидности инвестиций. Реализация принципа заключается в соблюдении установленных пропорций между доходностью и ликвидностью для обеспечения финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия.

5. Обеспечение управляемости инвестиционным портфелем, что означает ограниченность числа и сложности инвестиций в соответствии с возможностями предприятия в части отслеживания состояния параметров инвестиций (доходность, риск, ликвидность и пр.) и своевременной диверсификации инвестиционного портфеля. Реализация этого принципа заклю-

чается в обеспечении соответствия объектов инвестирования кадровому потенциалу и возможности осуществления оперативного реинвестирования средств.

В условиях современной экономики развитие инвестиционного рынка характеризуется разнообразными параметрами, что обуславливает необходимость их учета при управлении инвестиционной деятельностью предприятия.

Опираясь на выделенные классификационные признаки и особенности принятия инвестиционных решений, можно выделить следующие четыре ключевых характеристики, имеющие принципиальное значение для инвестора:

- объем затрат – инвестиций;
- потенциальные выгоды в виде денежных поступлений от хозяйственной деятельности;
- экономический срок жизни инвестиций, т.е. период времени, в течение которого инвестированный проект будет приносить доход;
- любое высвобождение капитала в конце срока экономического жизненного цикла инвестиций – ликвидационная стоимость.

Учитывая вышеизложенное, в ходе диссертационного исследования был уточнен профиль инвестиционного проекта, т.е. график движения финансовых потоков (рис. 2), представляющий интерес с позиций определения динамики поступления денежных средств от реализации конкретного направления инвестиционной деятельности.

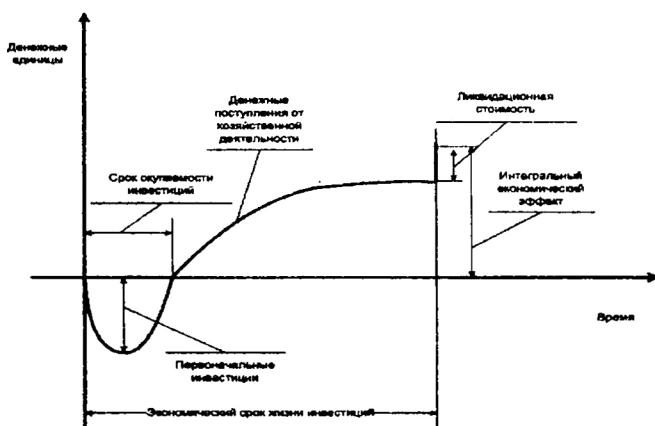


Рис. 2. Профиль инвестиционного проекта

Авторское дополнение основано на стоимостном подходе к принятию управленческих решений, что позволяет связать воедино ключевые характеристики инвестиционного проекта. Экономический анализ этих че-

тырех элементов позволяет оценить привлекательность инвестиционного проекта и его значение в увеличении ценности (стоимости) предприятия.

Детальный анализ подходов к управлению инвестиционными проектами показал, что в современных условиях хозяйствования целевой ориентир на увеличение ценности фирмы является более универсальным, нежели максимизация прибыли, поскольку прирост вложенного капитала может происходить без существенных изменений в размере получаемой предприятием прибыли, проявляясь в росте стоимости нематериальных активов.

Учитывая это, в диссертационной работе предлагается совмещение принципов оценки эффективности инвестиционных проектов и принципов оценки стоимости предприятия следующим образом:

- в основу оценки закладывается величина интегрального эффекта, рассчитываемого за весь расчетный период (жизненный цикл проекта), с учетом изменяющейся по времени ценности денег;
- учитывается неполнота информации;
- принимается во внимание невозможность управления прошлым;
- предполагается возможное несовпадение интересов и критериев оценки эффективности проекта для различных участников инвестиционного проекта и т.д.

Сама же общая оценка эффективности инвестиционной деятельности предприятия формируется путем сопоставления величин результатов и затрат на всех шагах, на которые разбивается расчетный период, и итоговой свертки надлежащим образом всех частных величин сопоставления (с учетом задаваемых параметров окружения: учетной политики на предприятии, налоговой системы, депозитных и кредитных процентных ставок, социальных стандартов и др.).

Залогом успешной инвестиционной деятельности является обеспечение высокого качества принимаемых инвестиционных решений. При этом в основе таких решений лежит отбор инвестиционных проектов. Как уже было доказано, результаты инвестиционной деятельности определяют и перспективы развития предприятия в целом, поскольку реализация инвестиционных проектов может привести как к повышению, так и к снижению стоимости компании.

Выбор в качестве оценочного критерия стоимости компании позволяет избежать ошибок при анализе ее деятельности. С ростом стоимости фирмы увеличивается капитал, вложенный в нее акционерами, что позволяет получить доход от перепродажи принадлежащих им акции. Кроме того, стоимость является дополнительным критерием оценки состояния компании в случаях, когда она демонстрирует либо снижение доли рынка при росте прибыли, либо сокращение прибыли при росте доли рынка, либо уменьшение прибыли и доли на одном рынке при повышении доли на другом и т.д. В этих случаях собственникам, менеджерам и инвесторам необходим универсальный показатель для оценки положения и перспектив

компании. Таким показателем выступает ее стоимость.

В результате проведенного исследования были выделены и систематизированы факторы и условия эффективности инвестиционной деятельности, отражающие возможность достижения поставленных целей с позиций стоимостного подхода (рис. 3).

На основании модели «входов–выходов» все выделенные факторы разбиты на четыре группы:

1. вход в процесс (факторы, связанные с исходными ресурсами);
2. процесс (преобразование исходных ресурсов в готовую продукцию);
3. результат (продукция и услуги, предназначенные для продажи; изменение стоимости предприятия);
4. обратная связь (измерение результатов).

В рамках проведенного исследования в диссертационной работе разработана модель повышения эффективности инвестиционной деятельности на основе максимизации стоимости предприятия. Модель, представленная на рис. 4, определяет собственников как главных субъектов в системе экономических интересов, связанных с деятельностью предприятия. Владельцы как конечные претенденты на доход в наибольшей степени заинтересованы в эффективном управлении предприятием.

Модель повышения эффективности инвестиционной деятельности предприятия на основе максимизации его стоимости гармонизирует текущие и перспективные цели развития предприятия с учетом повышения эффективности его инвестиционной деятельности. Такая гармонизация достигается путем приведения рыночной стоимости предприятия на любом из этапов его развития к единой стоимостной оценке.

Предлагаемая модель повышения эффективности инвестиционной деятельности предприятия на основе максимизации его стоимости охватывает все основные направления финансовой деятельности – инвестирование, финансирование, управление активами и денежными потоками, а соответственно позволяет оценить эффективность всей совокупности принимаемых управленческих решений.

Разработанная модель дополнена методическими и практическими рекомендациями по оценке влияния инвестиционной деятельности на стоимость предприятия.

Проведенное исследование показывает, что в целях повышения эффективности инвестиционной деятельности предприятия необходимо осуществлять воздействие на текущие денежные потоки, и/или будущий рост, и/или продолжительность периода аномально высокого роста, и/или стоимость используемого капитала.

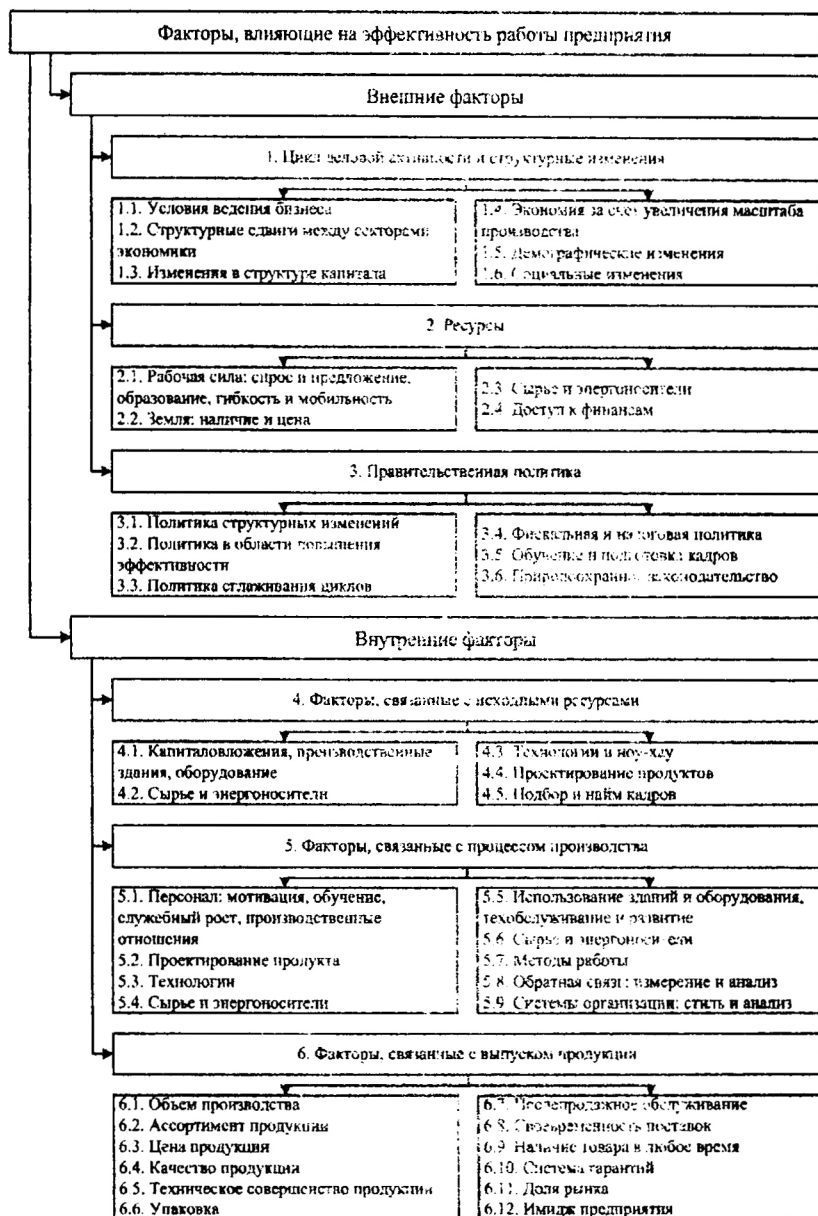


Рис. 3. Факторы и условия, определяющие эффективность инвестиционной деятельности предприятия



Рис. 4. Модель повышения эффективности инвестиционной деятельности предприятия на основе максимизации его стоимости

Для увеличения денежных потоков, генерируемых активами предприятия, необходимо стремиться к снижению себестоимости продукции, ликвидации убыточных активов, снижению эффективной налоговой ставки предприятия, полнее использовать потенциал ранее осуществленных капитальных вложений, лучше управлять запасами и проводить более жесткую кредитную политику. Для продления периода высокого роста необходимо создание и поддержание конкурентных преимуществ компании.

Дробление акций и дивидендов не приводит к изменению стоимости предприятия, поскольку это не ведет к изменению денежных потоков, темпа роста и риска. Бухгалтерские решения, оказывающие воздействие на отчеты о прибылях и убытках, также никак не влияют на денежные потоки и поэтому не воздействуют на стоимость предприятия. Решения по размещению новых ценных бумаг на базе существующих активов компании также не создают стоимость, если только вследствие их не изменится

структура пассива (соотношение собственных и заемных средств).

Для решения вопроса об эффективных рычагах воздействия на стоимость предприятия (как результат повышения эффективности управления инвестиционными решениями компании) необходимо оценить чувствительность стоимости к изменению факторов инвестиционной деятельности. Для этих целей предлагается использовать понятие «эластичность стоимости» по переменным, увязывающим инвестиционную деятельность и стоимость предприятия: денежный поток, стоимость капитала, себестоимость, налогооблагаемая прибыль.

Эластичность стоимости предприятия по денежному потоку определяется следующим образом:

$$EL_{FCF} = \frac{FCF}{V} - \frac{\partial V}{\partial FCF} = \frac{FCF}{\frac{FCF}{r_{WACC}}} \times \frac{\partial \left(\frac{FCF}{r_{WACC} - g} \right)}{\partial FCF} = \frac{r_{WACC} - g}{r_{WACC} - g} = 1,$$

где FCF – величина денежного потока, получаемого в результате инвестиционной деятельности;
 r_{WACC} – цена капитала предприятия;
 g – скорость роста денежного потока.

Из этой формулы следует, что изменение величины денежного потока определяет пропорциональное изменение стоимости предприятия, причем увеличение денежного потока приводит к увеличению стоимости. При этом изменение стоимости предприятия по свободному денежному потоку не зависит от скорости изменения этого потока.

Эластичность стоимости по ставке затрат на капитал определяется следующим образом:

$$EL_r = \frac{r}{r - g}$$

Выявленная зависимость позволяет сделать следующие выводы:

- отрицательный знак эластичности показывает, что увеличение затрат на капитал при прочих равных условиях приводит к уменьшению стоимости предприятия;
- процентное изменение стоимости по затратам на привлечение капитала зависит от скорости их изменения.

Эластичность стоимости предприятия по себестоимости примет следующий вид:

$$EL_{Cc} = \frac{-1 - T}{\frac{FCF}{Cc}},$$

где T – ставка налога на прибыль

Cc – себестоимость реализованной продукции без учета процентных обязательств по кредитам.

При этом увеличение себестоимости реализуемой продукции при прочих равных условиях приводит к уменьшению стоимости предприятия. Необходимо учитывать, что, чем больше доля себестоимости в выручке от реализации, тем сильнее ее влияние на изменение стоимости предприятия. Однако процентное изменение стоимости предприятия при изменении себестоимости не зависит от скорости изменения свободного денежного потока, т.е. стоимость в процентном отношении одинаково изменяется как для растущего, так и для постоянного потока.

Коэффициент эластичности стоимости по выручке показывает, что увеличение выручки от продаж при прочих равных условиях приводит к увеличению стоимости компании, причем зависимость нелинейная, т.е. чем ниже рентабельность продаж, тем сильнее в процентном отношении влияние выручки на изменение стоимости компании. Процентное изменение стоимости компании при изменении выручки не зависит от скорости изменения свободного денежного потока g .

Эластичность стоимости по прибыли показывает, что:

- увеличение прибыли приводит к пропорциональному увеличению стоимости предприятия;
- процентное изменение стоимости предприятия при изменении выручки не зависит от скорости роста свободного денежного потока g .

Эластичность стоимости по постоянной скорости роста денежного потока определяется следующим образом:

$$EL_s = \frac{g}{r - g}.$$

Из этого следует, что:

- увеличение постоянной скорости роста денежного потока при прочих равных условиях приводит к увеличению стоимости предприятия;
- чем меньше разница между скоростью роста свободного денежного потока g и затратами на капитал r , тем больше влияние процентного изменения скорости роста на оценку стоимости предприятия.

Эластичность стоимости предприятия по дополнительным инвестициям сверх амортизационных отчислений показывает, что уменьшение дополнительных инвестиций для поддержания заданного уровня (или роста) свободной денежного потока приводит к увеличению стоимости предприятия.

В результате расчетов установлено, что при осуществлении дополнительных инвестиционных затрат эластичность стоимости предприятия не зависит от ставки налога на прибыль.

Опираясь на полученные результаты, были разработаны критерии определения приоритетных направлений инвестирования. Учитывая закономерности влияния выделенных факторов на эффективность инвестиционной деятельности, при определении приоритетных направлений инве-

стирования целесообразно руководствоваться значениями коэффициентов эластичности стоимости предприятия по объему дополнительных инвестиций и по средневзвешенной стоимости капитала предприятия, согласно матрице инвестиционных решений табл. 1.

Таблица 1

Матрица инвестиционных решений

			Эластичность стоимости по WACC			
			<1		>1	
			рост	снижение	рост	снижение
Эластичность стоимости по дополнительным инвестициям	>1	рост	снижение	?	?	снижение
		снижение	?	рост	рост	?
	<1	рост	?	рост	рост	?
		снижение	снижение	?	?	снижение

* знаком «?» отмечены ситуации, когда определить изменение экономического потенциала предприятия в результате реализации инвестиционного решения невозможно, поскольку факторы, влияющие на эффективность инвестиционной деятельности, действуют разнонаправлено

В матрице в зависимости от значений коэффициентов эластичности и их комбинации определены направления изменения стоимости предприятия в случае реализации конкретного инвестиционного решения.

Если реализация инвестиционного решения обеспечивает рост стоимости предприятия, то такое направление инвестиционной деятельности следует считать приоритетным. В противном случае реализация инвестиционного решения приведет к разрушению экономического потенциала предприятия.

В случае, если несколько альтернативных направлений обеспечивают рост стоимости предприятия, целесообразно рассмотреть соотношение разницы в дополнительных инвестициях и разницы в приросте стоимости по каждому из этих направлений. Если это соотношение больше 1, то направление, требующее больших вложений, нецелесообразно, в противном случае – оно позволит существенно укрепить рыночные позиции предприятия и обеспечить высокую эффективность инвестиций.

В процессе апробации предложенного подхода были определены коэффициенты эластичности на данных ОАО «Кровля» – промышленного предприятия Республики Башкортостан. Результаты расчета коэффициентов эластичности стоимости по различным факторам, представленные в табл. 2, свидетельствуют, что выбранное направление инвестиционной деятельности предприятия является неэффективным, поскольку способствует разрушению созданной ранее стоимости. Так, за 2008 год произошла снижение рыночной стоимости предприятия на 2,8%, что определяет снижение эффективности управления инвестиционной деятельностью на ОАО «Кровля».

Таблица 2

Оценка влияния факторов повышения эффективности инвестиционной деятельности на изменение стоимости ОАО «Кровля»
(при нулевых дополнительных инвестициях)

Наименование показателя	2007	2008
Эластичность по выручке EL_v	18,35	19,83
Эластичность по себестоимости EL_{sc}	-13,82	-12,56
Эластичность по прибыли EL_p	4,53	7,27
Эластичность по ставке затрат на капитал	-0,19	-0,14

В рамках существующего направления деятельности повысить эффективность инвестиционной деятельности, учитывая влияние выделенных факторов, возможно за счет реализации следующих мероприятий:

- формирование механизма выявления приоритетных направлений промышленного развития и перспективных зон хозяйствования. Такой механизм будет включать формирование предложений по приоритетам долгосрочной, среднесрочной и краткосрочной инвестиционной политики ОАО «Кровля» с учетом перспектив рентабельности зон хозяйствования, их технологической связанности и ресурсного потенциала (направление № 1);
- поиск и внедрение новых наукоемких технологий, выполнения маркетинговых исследований, разработке бизнес-планов поиска и привлечения потенциальных инвесторов (направление № 2);
- разработка специальных мер по созданию товаропроводящих сетей на внешние по отношению к ОАО «Кровля» рынки товаров и услуг (направление № 3).

Кроме того, в качестве альтернативных вариантов целесообразно рассмотреть, во-первых, изменение вида хозяйственной деятельности предприятия со строительства, на производство кровельных материалов с последующей их реализацией (направление № 4), во-вторых, в связи с сокращением объемов строительства перепрофилирование производства на изготовление строительных материалов производственного назначения (направление № 5).

Анализ выделенных вариантов на основе предложенной матрицы инвестиционных решений позволяет говорить о целесообразности формирования товаропроводящих сетей на основе создания логистического центра и перепрофилировании производства на изготовление строительных материалов производственного назначения как наиболее привлекательных направлений инвестиционной деятельности (табл. 3).

Таблица 3

Матрица инвестиционных решений ОАО «Кровля»

			Эластичность стоимости по WACC			
			<1		>1	
			рост	снижение	рост	снижение
Эластичность стоимости по дополнительным инвестициям	>1	рост	-	-	направление №2	-
		снижение	-	направление №3	-	-
	<1	рост	-	-	направление №5	-
		снижение	направление №1	направление №4	-	-

Дополнительный анализ затрат и изменения стоимости предприятия показывает, что на создание логистического центра и развитие товаропроводящих сетей требуется на 14,3% меньше дополнительных инвестиций, вместе с тем рост стоимости в этом случае будет лишь на 3,6% ниже, чем в случае перепрофилирования производства, т.е. соотношение между приростом затрат и проростом стоимости компании больше 1. Учитывая это, представляется целесообразным в целях повышения эффективности инвестиционной деятельности создание логистического центра и развитие товаропроводящих сетей ОАО «Кровля».

Следует отметить, что сравнительный анализ принятия инвестиционных решений только на основе оценки эффективности инвестиционных проектов и на основе разработанной модели показывает, что в первом случае экономический потенциал компании увеличился бы в 1,38 раза, а при принятии инвестиционного решения по разработанной методике приращение экономического потенциала ОАО «Кровля» составляет 2,71 раза.

Таким образом, апробация предложенной модели принятия инвестиционных решений свидетельствует о возможности применения построенной модели на практике, поскольку качество принимаемых решений значительно увеличивается и обеспечивается достижение стратегических целей развития компании.

Предложенная методика анализа инвестиционных решений на основе оценки эластичности стоимости предприятия представляет собой инструмент повышения эффективности инвестиционной деятельности предприятия путем гибкого моделирования ситуаций и выбора наиболее приемлемого варианта реализации инвестиционного проекта.

Выводы. Научные выводы по результатам исследований приведены в тексте диссертационной работы, основные из них следующие.

1. Систематизированы принципы управления инвестиционной деятельностью, реализация которых способствует достижению основной цели инвестирования – максимизации эффективности использования инвестированного капитала. При этом следует отметить, что в условиях разви-

вающихся экономических отношений недостаточно только определить рентабельность вложенного капитала, поскольку динамизм инвестиционного рынка формирует потребность учета различного рода факторов (временной неравноценности денег, инфляционных ожиданий и др.). В этой связи все большее значение приобретает не оценка эффективности отдельного инвестиционного проекта, а его влияние на изменение экономического потенциала инвестора.

2. Оценка эффективности инвестиционной деятельности в Российской Федерации позволила определить факторы и условия повышения инвестиционной активности предприятий, раскрывающие механизм мобилизации необходимого объема ресурсов.

3. Обоснована целесообразность использования стоимостного подхода к управлению инвестиционными проектами, отражающего цели и задачи стратегического управления со стороны собственников и инвесторов.

4. Предложен механизм управления инвестициями строительных предприятий, заключающийся в моделировании инвестиционных потоков, основанный на выявлении факторов и условий максимизации стоимости предприятия.

5. На основе синтеза инструментов инвестиционного менеджмента и концепции управления стоимостью разработана модель оценки эластичности стоимости предприятия от параметров инвестиционной деятельности, раскрывающая взаимосвязь и взаимовлияние инвестиционной деятельности на стоимость предприятия.

6. Оценка эластичности стоимости предприятия от размера инвестиций позволила определить влияние величины немонетарных активов на стоимость предприятия и выявить возможности повышения эффективности инвестиционной деятельности на предприятии.

7. Определены приоритетные направления инвестиционной деятельности предприятия, заключающиеся в изменении технических условий производства, возрастании масштабов и значимости инвестиций для роста стоимости предприятия и позволяющие повысить эффективность принимаемых управленческих решений инвестиционного характера.

В предложенной диссертантом модели предусмотрены возможности ее трансформации с учетом внешних условий ее применения, различных форм и видов предприятия, а также целей и задач инвестиционной деятельности предприятия.

Перечень публикаций по теме диссертации:

1. Карамышева А. Р. Управление инвестициями предприятия с целью повышения его рыночной стоимости / А.Р. Карамышева // Инновации и инвестиции. – 2009. – № 2 – 0,63 п.л. (издание рекомендовано ВАК РФ).
2. Карамышева А. Р. Инвестиции и их роль в развитии экономики / А.Р. Карамышева // Транспортное дело России. – 2009. – № 5(66) – 0,5 п.л. (издание рекомендовано ВАК РФ).
3. Карамышева А. Р. Управление инвестиционными проектами предприятия на основе стоимостного подхода / А.Р. Карамышева // Инновации и инвестиции. – 2008. – № 3 – 0,5 п.л. (издание рекомендовано ВАК РФ).
4. Карамышева А. Р. Моделирование уровня инвестиционной активности промышленного предприятия с целью повышения его стоимости // Проблемы и перспективы развития инновационно-инвестиционной сферы в России : Сборник научных трудов / под общей ред. Валинуровой Л. С., Казаковой О. Б., Пушкаревой В. М. – Уфа : РИО БАГСУ, 2007. – 0,25 п.л.
5. Карамышева А. Р. Управление стоимостью организации на основе моделирования инвестиционной деятельности // Проблемы инновационно-инвестиционной деятельности в России : сборник статей по материалам российской научно-практической конференции / под общей ред. Валинуровой Л. С., Казаковой О. Б., Назметдиновой Л. Г. – Уфа : РИО БАГСУ, 2007. – 0,25 п.л.
6. Карамышева А. Р. Модель максимизации стоимости предприятия // Конкурентоспособность предприятий и организаций: сборник статей V всероссийской научно-практической конференции / под общей ред. Лузгиной О. А. – Пенза : РИО ПСГХА, 2007. – 0,25 п.л.

Подписано в печать 22.10.09
Объем 1,4 п.л. Формат 60х84 ¹/₁₆
Тираж 120 экз. Заказ № 278

Отпечатано в БАГСУ
450057, г. Уфа, ул. Цюрупы, 6

а) автор

Карамышев А. Р.

Информация извест
гос. твом предприятия
познания стого

предприятия	стоимость пох.	
позиций	12,9	
31 10 00		

31	1000	1229	СТОЛИЦ. ПОР. 1229
----	------	------	-------------------

102